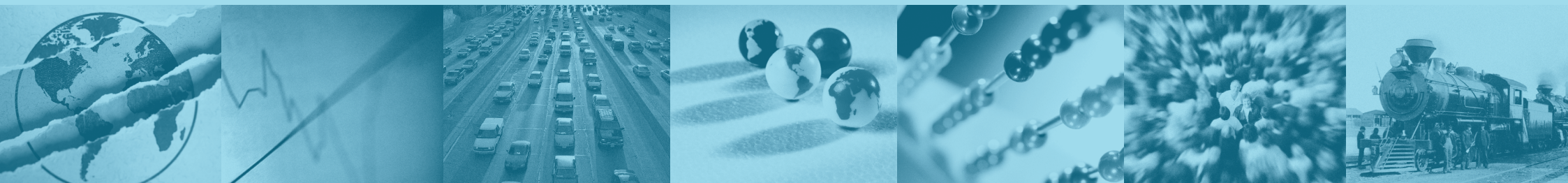


LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN
2014/142

Kunnen we de prijsevolutie van woningen verklaren?

LES(S) is more: een samenvatting van CES Discussion Paper 14.09 "The long-run relationship between house prices and income reexamined: The role of mortgage interest deduction and mortgage product innovation"

**Sven Damen**

sven.damen@kuleuven.be

Frank Vastmans

frank.vastmans@kuleuven.be

Erik Buyst

erik.buyst@kuleuven.be

21 oktober 2014

- De afgelopen 20 jaar zijn de woningprijzen veel sterker gestegen dan het inkomen.
- Tijdens dezelfde periode zijn ook de intrestvoeten sterk gedaald en is het fiscaal voordeel in 2005 fors toegenomen.
- Dit resulteert in een hogere ontleningscapaciteit, gegeven dezelfde netto afbetalingslast.
- Op de lange termijn is deze ontleningscapaciteit de belangrijkste verklaring voor de evolutie van de woningprijzen.
- Ook in andere landen die variatie in fiscale woonvoordelen of type hypotheekleningen hebben gekend, vinden we evidentie voor deze relatie.

- 1 Intussen staat de Nederlandse wetgeving geen fiscaal voordeel meer toe bij deze vorm van leningen.

De afgelopen tien jaar zijn de Belgische nominale woningprijzen met 67% gestegen. Binnen de groep van OESO-landen waarvoor statistieken beschikbaar zijn, is dat meteen één van de grootste prijsstijgingen. Deze boom leidt dan ook op regelmatige tijdstippen tot bezorgdheid over een mogelijke 'housing bubble' op de Belgische woningmarkt.

Maar hoe weet (en meet) je of een prijs de onderliggende waardering weerspiegelt, dan wel een zeepbel is? Een vaak gebruikte indicator van overwaardering is de 'prijs-inkomens'-verhouding. Daarbij deel je de gemiddelde woningprijs door het gemiddeld beschikbaar gezinsinkomen. Als die verhouding afwijkt van het lange-termijn gemiddelde is er sprake van mogelijke over- of onderwaardering. De onderliggende idee bij het gebruik van deze indicator is dat tijdelijke afwijkingen van de woningprijs ten opzichte van het inkomen mogelijk zijn. Op langere termijn echter zou de woningprijs terug naar de lange-termijn verhouding tussen prijs en inkomen convergeren.

Hoewel bovenstaande indicator vaak gebruikt wordt vanwege zijn eenvoud, vindt men geen overtuigende empirische evidentie voor het bestaan van deze lange-termijn verhouding tussen prijs en inkomen. Dus rest de vraag: wat verklaart dan wel de evolutie van de woningprijzen?

DE ONTLENINGSCAPACITEIT VAN GEZINNEN ALS BELANGRIJKSTE DETERMINANT VAN DE WONINGPRIJS

In ons onderzoek vinden we evidentie dat het de ontleningscapaciteit van huishoudens is die op lange termijn de woningprijs bepaalt. Historisch wordt deze ontleencapaciteit natuurlijk gedreven door de nominale inkomensgroei. Maar de laatste decennia speelde ook de sterke daling van de intrestvoet een

belangrijke rol. Dat is niet verwonderlijk: voor een zelfde afbetalingslast, leidt een daling van de intrestvoet met 1% tot een toename in de ontleencapaciteit met ongeveer 10%.

Daarnaast spelen ook de hypotheekmarkt en de fiscale wetgeving een rol. Voor deze factoren stellen we grote verschillen vast tussen landen. In België konden eigenaars vóór 2005 voornamelijk kapitaal aftrekken van het belastbare inkomen. In Nederland daarentegen waren de intresten volledig aftrekbaar. Dat leidde in België tot kortere looptijden, zodat de kapitaalaflossingen zoveel mogelijk naar voor werden geschoven. In Nederland echter ontstonden 'interest-only' hypotheekleningen, waarbij het volledige kapitaal bleef uitstaan om maximaal van de hypotheekafrek te genieten.¹

“Algemene fiscale woonvoordelen om woningen betaalbaarder te maken, bereiken niet het gewenste effect.”

In het model dat wij ontwikkeld hebben om de woningprijs te verklaren spelen, naast de inkomensevolutie, ook de lange-termijn intrestvoet, de woonfiscaliteit en het type hypotheek mee een rol. Dit laat ons toe om, voor een gegeven netto afbetalingslast, al die factoren samen onder te brengen in één indicator die de 'ontleningscapaciteit van huishoudens' weergeeft.

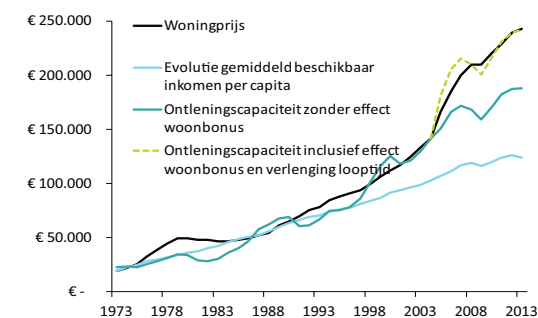
In onderstaande figuur bouwen we die indicator stapsgewijze op door er gradueel meer factoren in te integreren: eerst enkel het inkomen, dan het effect van de woonbonus, enz. In de figuur confronteren we die verschillende betaalbaarheidsindicatoren dan met de evolutie van de woningprijs sinds 1973 (de zwarte lijn in de figuur).

De lichtblauwe lijn, onderaan, geeft de evolutie van het gemiddeld beschikbaar inkomen per capita

weer. Uit het verschillend verloop van de zwarte en de lichtblauwe lijn blijkt duidelijk dat we de recente woningprijsevolutie in België niet kunnen verklaren door enkel het inkomen in rekening te brengen. Vanaf midden jaren 1990 treedt er, net als in veel andere landen, een structurele divergentie op tussen het inkomen en de woningprijsevolutie.

De donkerblauwe lijn geeft de ontleningscapaciteit weer indien we ook de evolutie van de lange-termijn intrestvoet mee opnemen in de indicator. Deze uitbreiding van de indicator met de gedaalde hypotheekrente, laat ons toe om de evolutie tot midden jaren 2000 te verklaren. De groene stippellijn stelt de indicator van ontleningscapaciteit voor als we ook het effect van de woonbonus (die in 2005 werd geïntroduceerd) en de verlenging van de looptijden door fiscale optimalisatie mee in rekening brengen. Deze groene stippellijn illustreert duidelijk dat de opname van deze factoren in de ontleningscapaciteit, de sterke toename van de woningprijzen sinds 2005 verklaart.

Figuur: Verklaring woningprijsevolutie aan de hand van onderliggende koopkracht variabelen, 1973-2013, België



Noot: Voor de woningprijs gebruiken we de derde kwartiel woningprijs van gewone woonhuizen, waarbij rekening is gehouden met de herclassificatie tussen gewone woonhuizen en villa's die plaats vond tussen 2004 en 2005. Bron: StatBel, NBB, ASLK, CES, KU Leuven.

- 2 De 7 landen zijn de Verenigde Staten van Amerika, Groot-Brittannië, Nederland, Denemarken, Finland, Noorwegen en België. In Zweden vinden we enkel een relatie vanaf 1995.

Kort samengevat: huishoudens besteden door de jaren heen een vast deel van hun inkomen aan het afbetalen van hun woning. De evolutie van de intrestvoet, woonfiscaliteit en hypotheekkenmerken bepaalt de totale ontleningscapaciteit van deze afbetalingen. Het is deze de ontleningscapaciteit die de evolutie van de woningprijzen op lange termijn verklaart. Uiteraard zijn er tijdelijk afwijkingen mogelijk van deze lange-termijn relatie. Maar de econometrische testen tonen aan dat de woningprijs en de ontleningscapaciteit op lange termijn naar elkaar convergeren.

“Voor België is er op dit moment alvast geen sprake van een structurele over,- of onderwaardering van de woningmarkt.”

Een belangrijk resultaat van de studie is de relatie tussen fiscale woonvoordelen en de woningprijs. Ons model vindt voor 7 van de 8 landen² de beste resultaten indien gezinnen de fiscale woonvoordelen integraal gebruiken om het bod voor hun gewenste woning op te drijven. Daardoor is de effectiviteit van een dergelijke maatregel, namelijk wonen betaalbaar maken, zeer gering.

OOK ANDERE FACTOREN ZIJN VAN BELANG, MAAR ZE DIENEN JUIST GEKADERD TE WORDEN

We vinden ook evidentie dat de prijs van nieuwbouw eveneens door de ontleningscapaciteit van startende eigenaars bepaald wordt. De lange-termijn relatie tussen prijs en ontleningscapaciteit geldt dus even goed voor nieuwbouw als voor bestaande woningen. Deze dubbele relatie geeft aan dat nieuwbouw en bestaande woningen quasi substituten zijn. De prijs van bouwgrond komt immers residueel tot stand: hij is gelijk aan het verschil tussen de woningprijs en de bouwkost. Dit impliceert dat de nieuwbouwer geen

comparatief voordeel heeft als de prijs van bestaande woningen stijgt. De prijsstijging vertaalt zich immers eveneens in de prijs van bouwgrond. Vandaar ook dat er geen systematisch overaanbod gecreëerd wordt.

Dit laatste is niet onbelangrijk om de rol van demografische druk en aanbod in woningprijsmodellen goed te begrijpen. Demografische druk doet de woningprijs stijgen, maar een verhoogd aanbod doet de woningprijs evenredig dalen. Indien het aanbod de demografische groei volgt - wat in de meeste landen het geval is - dan schommelt het netto-effect van beide factoren rond nul. Ze zorgen dus voor korte-termijn effecten, maar spelen geen rol in de verklaring van het lange termijn evenwicht. We kunnen er echter wel van uitgaan dat demografische krimp een invloed heeft op de woningprijs. Die zorgt immers voor een blijvend overaanbod van woningen en op die manier voor permanent lagere woningprijzen. Dit gegeven kan mogelijk belangrijk worden voor sommige landen.

WAT BRENGT DE TOEKOMST?

Op basis van de resultaten van ons model stelden we vast dat de prijscorrecties tijdens de kredietcrisis het grootst waren in die landen waar in de jaren voordien de woningprijs hoger was dan wat men verwachtte op basis van de ontleningscapaciteit. Voor België is er op dit moment alvast geen sprake van een structurele over,- of onderwaardering van de woningmarkt op basis van de indicator die rekening houdt met het effect van de woonbonus. Maar dit betekent uiteraard niet dat de woningprijzen niet zouden kunnen dalen. De toekomstige evolutie is dan ook afhankelijk van wijzigingen in de fundamentele prijsdrijvers van de ontleningscapaciteit zoals het inkomen, de lange-termijn intrestvoet en de woningfiscaliteit.

REFERENTIES

- Damen S., Vastmans F. & Buyst E. (2014). *The Long-Run Relationship between House Prices and Income Reexamined: The Role of Mortgage Interest Deduction and Mortgage Product Innovation*. CES Discussion Paper 14.09.
- Vastmans F., Buyst E., Helgers R. & Damen S. (2014), *Woningprijzen: woningprijs-mechanisme & marktevenwichten. De logica, nood en valkuilen van betaalbaarheid als woningprijs determinant*, Steunpunt Wonen, Leuven, p. 87
- Goeyvaerts G., Haffner M., Heylen K., Van den Broeck K., Vastmans F.(coördinator), Winters S., Buyst E. (promotor), *Onderzoek naar de woonfiscaliteit in Vlaanderen, onderzoek in opdracht van Wonen Vlaanderen (2014)*



Sven Damen is doctoraal onderzoeker aan het Centrum voor Economische Studiën. Hij voert onderzoek naar de determinanten van woningprijzen en de keuzes van huishoudens op de hypotheekmarkt.



Frank Vastmans is woningmarktonderzoeker aan het Centrum voor Economische Studiën en het Steunpunt Wonen. Zijn onderzoek focust zich onder meer op woningprijsmodellen, woonfiscaliteit en demografie.



Erik Buyst is professor economie en economische geschiedenis aan de KU Leuven. Hij heeft reeds diverse onderzoeken rond de woningmarkt geleid en is promotor van het Steunpunt Wonen.

LES(S) staat voor “Leuvense Economische Standpunten (Short)” en vormt een aanvulling bij de gewone LES waarin stafleden van de Faculteit Economie en Bedrijfswetenschappen opiniërende studies en essays publiceren. Onder de titel “Less is more” brengen we een verkorte analyse of samenvatting van een langere wetenschappelijke paper of publicatie waarin beleidsrelevante resultaten beschreven werden.

Dergelijke reeks zal uiteraard verschillende opinies en denkstromingen brengen. Leuvense Economische Standpunten vertolken alleen de visie van de auteur. Zij kunnen niet doorgaan als de visie van een instelling.

U kan een elektronische versie van de LES(S) terugvinden op de website van de faculteit: www.econ.kuleuven.be/onderzoek.htm

Reacties op de Leuvense Economische Standpunten zijn altijd welkom bij ces@kuleuven.be